

M&A-TRANSAKTIONEN IN DER PRAXIS ZWISCHEN RATIONALITÄT UND IRRATIONALITÄT

Ergebnisse einer empirischen Dax 30-Studie

Teil 2

Prof. Dr. Annette Blöcher
Mergers & Acquisitions 2/2016

Schriftenreihe Mergers & Acquisitions

© Prof. Dr. Annette Blöcher, 2016

Technology
Arts Sciences
TH Köln

TH Köln - University of Applied Sciences

Eine gekürzte Version dieses Artikels ist erschienen in: M&A Review, 5/2016, S. 166-173

Inhaltsverzeichnis

1. Verhaltenstheoretische Phänomene im Überblick.....	2
2. Zehn verhaltenstheoretische Phänomene im M&A-Prozess aus Sicht der Experten	5
2.1. Planungsfehlschluss	6
2.2. Herdeneffekt.....	7
2.2.1. Externe Dimension des Herdeneffekts.....	7
2.2.2. Interne Dimension des Herdeneffekts.....	8
2.3. Selbstüberschätzung.....	10
2.4. Bezugsrahmeneffekt	11
2.5. Verankerungseffekt	12
2.6. Verfügbarkeitsheuristik.....	13
2.7. Sunk cost Effekt und moralische Verbundenheit.....	14
2.8. Satisfizierung	15
2.9. Angst vor Fehlentscheidungen	16
2.10. Bestätigungsfehler	17
3. Verhaltenspsychologische Schulungen als Möglichkeit den relevanten Effekten zu begegnen.....	18
4. Bewertung der Gewährleistung der eigenen Rationalität im Prozess – besteht Verbesserungspotential?.....	20
5. Lessons Learned	22
6. Fazit	24
7. Kritische Würdigung: Validität, Objektivität und Realibilität	25

Literaturverzeichnis

1. Verhaltenstheoretische Phänomene im Überblick

Aufbauend auf den ersten Teil der DAX 30-Studie, in dem der Begriff Rationalität für den M&A-Prozess erläutert und Treiber für die Verstärkung irrationalen Verhaltens identifiziert wurden, werden im zweiten Teil verhaltenstheoretische Phänomene untersucht und der Frage nachgegangen, wie relevant diese aus Sicht der Experten in der M&A-Praxis tatsächlich sind. Wie zufrieden sind die Experten mit der Rationalität in den eigenen Prozessen und wo sehen sie Potentiale für Verbesserungen?

Entscheidungen unterliegen häufig einem Informations- und Zeitmangel und werden somit nicht immer optimal getroffen. Mentale Abkürzungen, sogenannte Heuristiken, ermöglichen es Entscheidungsträgern Informationen schnell zu verarbeiten und auch unter Unsicherheit schnelle Entscheidungen zu treffen. Diese können sehr nützlich sein; sie können allerdings auch zu systematischen Fehlern, sogenannte Biases, führen.¹

Es ist anzunehmen, dass Manager nicht dem Ideal des Homo Oeconomicus entsprechen, sondern sie als begrenzt rationale Akteure keine rein rationalen Entscheidungen treffen. „Biases“ – also gedankliche Vereinfachungen kommen auf allen Entscheidungsebenen vor und beeinflussen das Verhalten. Diese Fehler passieren dann nicht zufällig, sondern systematisch, weshalb sich eine genauere Betrachtung dieser Fehler und deren Relevanz im M&A-Prozess lohnt.

Die Existenz von Biases ist wenig umstritten, allerdings sind die Lösungsvorschläge, wie mit ihnen im M&A-Kontext umzugehen ist, noch nicht weitreichend erforscht. Ein erster Schritt ist das Problembewusstsein für solche Fehler zu schärfen.

Tabelle 1 zeigt die verhaltenstheoretischen Phänomene, die in der Studie mit den Experten diskutiert wurden mit einer kurzen Erläuterung und die konkreten Fragestellungen, die an die Experten gerichtet wurden sowie die jeweilige M&A-Phase, von der anzunehmen ist, dass in ihr diese Phänomene eine besondere Relevanz besitzen:

¹ Vgl. Tversky / Kahneman (1974), S. 1124.

Verhaltens- theoretisches Phänomen	Erläuterung	Wie häufig haben Sie dieses Phänomen schon beobachtet?	Besondere Relevanz in der M&A-Phase
Herdeneffekt / Group Thinking (extern/ intern)	Individuen orientieren ihre Entscheidungen und ihr Verhalten an dem anderer. Eine unabhängige, individuell getroffene Entscheidung würde oftmals anders ausfallen.	Extern: Projektverantwortliche sind durch die konjunkturelle Lage in ihrer Entscheidung für oder gegen eine Transaktion beeinflusst. Intern: Teammitglieder ordnen ihre eigene Sichtweise der herrschenden Meinung in der Gruppe unter.	Pre-Merger-Phase
Satisfizierung / Satisfaction	Aufgrund der Komplexität der Entscheidungsparameter wird keine optimale, sondern lediglich eine zufriedenstellende Entscheidung angestrebt bzw. getroffen.	Im Screening erfolgt keine optimale, sondern lediglich eine zufriedenstellende Auswahl an Akquisitionskandidaten.	Pre-Merger-Phase
Angst vor Fehlentscheidungen/ Regret Aversion	Insbesondere bei finanziellen Entscheidungen kalkulieren Individuen ein, ob sie ihre Entscheidung im nachhinein bereuen könnten.	Die Risikobereitschaft der Projektverantwortlichen ist trotz weitreichender Analysen von der Angst vor Fehlentscheidungen geprägt.	Pre-Merger-Phase / Transaktionsphase
Bezugsrahmeneffekt / Framing Effect	Gezielte Beeinflussung von Entscheidungen durch unterschiedliche Formulierung und Präsentation von Informationen gleichen Inhalts.	Teammitglieder lassen sich durch die Art der Präsentation von Informationen beeinflussen.	Pre-Merger-Phase / Transaktionsphase
Verfügbarkeits- heuristik / Availability Bias	Fehlt die Möglichkeit oder der Wille zum Zugriff auf präzise Informationen, wird eine Entscheidung aufgrund der verfügbaren, nicht der relevanten Informationen gefällt.	Teammitglieder urteilen auf Basis jener Informationen, die leicht zu beschaffen sind.	Transaktionsphase: Due Diligence
Verankerungseffekt / Anchoring Effect	Entscheidungen werden nicht nur durch die Präferenzen des Planungsakteurs beeinflusst, sondern auch durch zufällige erste Anker, die für die	Verhandlungsführer orientieren sich an dem erst genannten Angebotspreis und richten ihr Angebot mehr danach aus als an der	Transaktionsphase : Verhandlungen

	Entscheidungssituation eigentlich irrelevant sind.	eigenen Wertberechnung .	
Sunk cost Effect	Bei einer Entscheidung werden nicht nur die relevanten zukünftigen Kosten, sondern auch die bereits angefallenen Kosten berücksichtigt.	Transaktionen, in die schon viel Zeit und Geld geflossen sind, werden trotz rationaler Gründe, die für einen Abbruch sprechen würden, nicht abgebrochen.	Transaktionsphase
Bestätigungsfehler Confirmation Bias	Informationen werden so gesucht, ausgewählt und interpretiert, dass die Erwartungen bestätigt werden.	Nach der Entscheidung für oder gegen eine Transaktion werden Informationen gesucht, um die Entscheidung rational zu begründen.	Transaktionsphase: Due Diligence
Selbstüberschätzung / Overconfidence	Überschätzung der eigenen Fähigkeiten (absolut und im Vergleich zu anderen).	Teammitglieder überschätzen ihre Fähigkeiten zukünftige Entwicklungen (positive oder negative Prognosen) vorherzusagen.	Transaktionsphase/ Post Merger Integration
Planungsfehlschluss / Planning Fallacy	Planungsakteure haben eine Tendenz zu unterschätzen wie viel Zeit und Geld sie für die Erledigung einer Aufgabe benötigen. Ihre Zeit- und Budgetprognosen fallen zu optimistisch aus.	Die Integrationsdauer und die Integrationskosten werden unterschätzt.	Post Merger Integration

Tabelle 1: Verhaltenstheoretische Phänomene der DAX 30-Studie im Überblick²² Eigene Darstellung

2. Zehn verhaltenstheoretische Phänomene im M&A-Prozess aus Sicht der Experten

Befragt wurden die Experten, wie häufig sie zehn in Tabelle 1 beschriebenen verhaltenstheoretischen Phänomene bereits beobachtet haben.³ Dabei steht nicht die Häufigkeit der Beobachtung im eigenen Unternehmen im Vordergrund, sondern die allgemeine Häufigkeit im Zusammenhang mit ihren M&A-Aktivitäten, also das Verhalten von Kollegen, Vorgesetzten, der gegnerischen Parteien sowie von Beratern. Die Befragten konnten sich zwischen den Kategorien „sehr häufig“, „häufig“, „vereinzelt“, „noch nicht“ und „keine Angabe“ entscheiden. Abbildung 1 zeigt die prozentuale Verteilung der Antworten.⁴

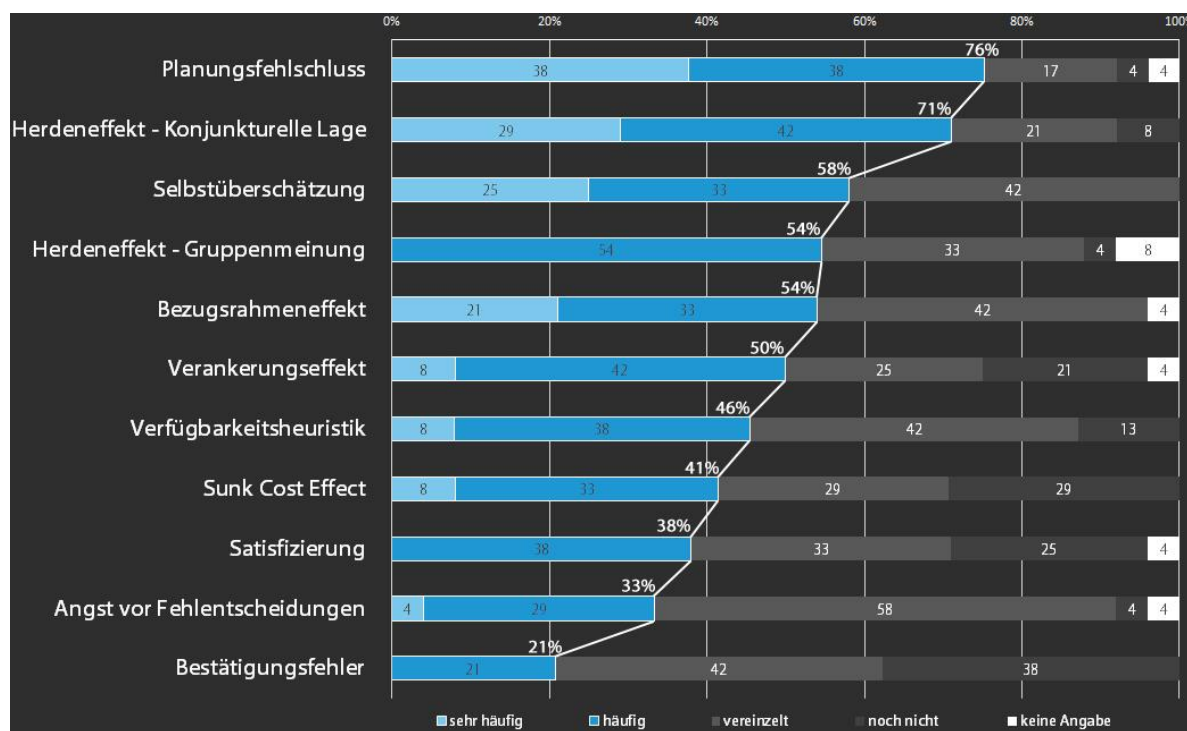


Abbildung 1: Verhaltensökonomische Phänomene nach ihrer Häufigkeit der Beobachtung der DAX 30-Experten⁵

Sechs der Effekte werden von 50% und mehr der Experten häufig bis sehr häufig beobachtet und sind damit für M&A-Transaktionen besonders relevant: der Planungsfehlschluss, der Herdeneffekt (in zwei Ausprägungen), die Selbstüberschätzung, der Bezugsrahmeneffekt, die

³ Daneben gibt es noch eine Vielzahl weitere Heuristiken und Biases.

⁴ Die verhaltenstheoretischen Phänomene sind in der Abbildung zur besseren Übersicht mit einem Stichwort beschrieben.

⁵ Eigene Darstellung

Verfügbarkeitsheuristik sowie der Verankerungseffekt. Als relevant einzustufen sind die Phänomene: Sunk Cost Effekt, Satisfizierung, Angst vor Fehlentscheidungen und der Bestätigungsfehler.

2.1. Planungsfehlschluss

Der Planungsfehlschluss besteht in der Integrationsphase darin, dass die Dauer und die Kosten einer Integration unterschätzt werden. Das sehen auch die Experten häufig (38%) bis sehr häufig (38%). Damit ist dieser Effekt, der von den Befragten am häufigsten beobachtete.

*„Also das ist ganz fatal. Ich habe noch nie irgendwo gesehen, dass alles super gelaufen ist, es gibt immer Gründe, warum es zu lange gedauert hat, und Kosten wurden total unterschätzt, weil **gewisse Themen einfach nicht planbar waren oder man sich überschätzt hat.**“ (U4)*

*„**Das wird dauernd unterschätzt.** Sogar die Durchführbarkeit einer vernünftigen Integration kann man die ja auch bezweifeln. ... Es wird viel Zeit in die Vorbereitung investiert, bei der Integration wird häufig schwammiger gearbeitet.“ (B1)*

*„Das ist **stark erfahrungsabhängig**: Je mehr Integrationen man macht, desto besser kann man die Dauer abschätzen.“ (U15)*

Eine Studie von PWC bestätigt, dass die Integrationsdauer und die Integrationskosten, vor allem die internen Kosten, häufig überschritten werden.⁶

Warum ist die Prognose der Integrationsdauer und der damit verbundenen Kosten so schwierig? Das kann aus verhaltenstheoretischer Sicht zum einen daran liegen, dass die Prämissen auf deren Basis eine Transaktionsentscheidung getroffen wurden, nicht rational abgeleitet wurden, Informationen nicht vorlagen oder falsch interpretiert wurden. Zum anderen ist die Integration ein sehr komplexer Prozess, der nur mit viel Planungsaufwand detailliert geplant werden kann. Zudem haben Planungsakteure eine Tendenz zu unrealistischem Optimismus: Der Detaillierungsgrad der Planung wird oft zu gering gehalten und der Mehraufwand für ungeplante Vorkommnisse wird unterschätzt.⁷ Eng mit diesem Effekt verbunden ist das Phänomen der „Overconfidence“. Ein wichtiger Aspekt ist ebenfalls, dass oft eine optimistische Planung die Voraussetzung für die Genehmigungsfähigkeit des Projektes ist.

⁶ Vgl. PWC (2009), S. 15f.

⁷ Vgl. Buehler et al. (1994), S. 57.

2.2. Herdeneffekt

Der Herdeneffekt wird in zwei Ausprägungen abgefragt: Zum einen im Zusammenhang mit der Konjunkturabhängigkeit des M&A-Geschäftes (externe Dimension) und zum anderen in Zusammenhang mit der Meinungsbildung innerhalb von Gruppen (interne Dimension).

2.2.1. Externe Dimension des Herdeneffekts

M&A-Transaktionen laufen in Wellen ab.⁸ Die Aussage „Projektverantwortliche sind durch die konjunkturelle Lage in ihrer Entscheidung für oder gegen eine Transaktion beeinflusst“ bestätigen über zwei Drittel der Experten als relevanten Effekt.

Die Aussage „Projektverantwortliche sind durch die konjunkturelle Lage in ihrer Entscheidung für oder gegen eine Transaktion beeinflusst“ bestätigen 29% der Experten mit sehr häufig, 42% mit häufig. 29% schätzen diesen Effekt als wenig bis gar nicht relevant ein. Hier wird einerseits ein systematischer Fehler gesehen:

*„Was man immer sieht: **alle kaufen auf dem Weg nach oben**, macht überhaupt keinen Sinn – machen alle. Unten kauft keiner, jeder hat Angst es geht noch weiter nach unten.“ (U13)*

*„Das ist ein ganz starker Punkt. Wenn's gut läuft, dann sind alle ganz wild unterwegs, und **wenn's schlecht läuft, werden auch laufende Transaktionsprozesse abmoderiert**, auch wenn's eigentlich Sinn macht.“ (B4)*

Andererseits wird dieses Verhalten aber auch als sehr rational beschrieben, denn:

- In konjunkturell schlechten Phasen bleibt weniger Spielraum für Misserfolge,
- die Bewertung der eigenen Aktien ist gering und stellt damit auch eine schwache Akquisitionswährung dar,
- bei einer schwachen Konjunktur sind tendenziell weniger Verkäufer zum Verkauf bereit, das Angebot ist somit beschränkt.

*„Bei uns schlägt die konjunkturelle Lage immer durch. Da sehen meine Kennzahlen ganz anders aus und **ich habe rein finanziell ganz andere Spielräume**.“ (U15)*

*„Die Unternehmen müssen sich in konjunkturschwachen Phasen mehr anstrengen, weil ihnen **weniger Luft für Misserfolge** bleibt. Wenn die internen Pläne nach unten abweichen, hat man weniger Spielraum und dadurch wird M&A auch negativ beeinflusst.“ (U18)*

⁸ Vgl. Jansen (2016), S. 72 ff.

„Wenn sie erwerben wollen, wird der Seller typischerweise in einer schwachen Konjunktur nicht verkaufen wollen. Und wer hat dann da einen Bias? Auch der Erwerber wird, wenn er ein konjunkturell-schwingender Erwerber ist, dann Appetit haben, wenn seine Aktie tendenziell besser bewertet ist als das Target, da er dann eine tolle Akquisitionswährung darstellt. Ist dann der Projektverantwortliche beeinflusst? Nein! Also Sie haben einfach eine Faktenlage, die so eine Konjunkturabhängigkeit drin hat.“ (U10)

„Wenn das Geschäft abschwingt, nimmt auch die Transaktionsaktivität, insbesondere bei Zukäufen, sprunghaft ab. Man kümmert sich dann um Cash, um Working-Capital-Themen, man identifiziert non-core assets. Häufig wartet man bis es wieder aufwärts geht, bis man verkauft. Im Abwärtstrend verkaufen die meisten nicht. Das ist schon nicht unerheblich.“ (B1)

2.2.2. Interne Dimension des Herdeneffekts

Der Herdeneffekt kann auch in Teamprozessen eine entscheidende Rolle spielen. Die Aussage „Teammitglieder ordnen ihre eigene Sichtweise der herrschenden Meinung in der Gruppe unter“ bejahen über die Hälfte als häufigen Effekt. Es werden Verbindungen zur Unternehmenskultur, zum Machtgefüge, zum Führungsstil und zur Personalauswahl durch die Vorgesetzten formuliert:

- Ist die Unternehmenskultur darauf ausgerichtet, Dinge ausdiskutieren und auch „leise Töne“ zu hören?
- Wie ausgeprägt ist das Machtgefüge und wie stark wird eine Diskussion von der nächst höheren Ebene forciert und auch beeinflusst?
- Wie demokratisch ist der gelebte Führungsstil? Wird Kritik der hierarchisch tiefer gestellten gehört?
- Wird bei der Personalauswahl und der Teamzusammensetzung darauf geachtet, Mitglieder ins Team zu bekommen, die ihre eigene Meinung autonom vertreten?

*„Bei uns ist die **Unternehmenskultur** sehr stark darauf ausgerichtet, dass das Thema von allen bis zum Ende ausdiskutiert wird. In einem stärker hierarchisch geführten Konzern gibt es eben einen, der hat entschieden und die anderen laufen dann hinterher.“ (U16)*

*„Was passiert, wenn der CEO sagt, das finde ich super. Es gibt zwei Typen von CEOs: Der eine CEO, der sich im Grunde von Anfang an festlegt und damit auch eine Diskussion führt, vielleicht auch beeinflusst. Der andere CEO, der sagt, ich warte jetzt mal den Wettstreit der Argumente ab und dann entscheide ich mich. Das, glaube ich, hat wahnsinnig viel mit **Unternehmenskultur** zu tun.“ (U7)*

„Je nachdem **wie ausgeprägt das Machtgefüge** ist in dem jeweiligen Unternehmen hat das schon einen Einfluss auf Rationalität und Irrationalität. Und wie stark dann die nächste Ebene ist, entsprechend auch eine Diskussion zu forcieren.“ (U7)

„Das hängt sehr vom **Führungsstil** in den Business Units, von der jeweiligen Teamzusammensetzung und von der Situation ab. Es gibt Situationen, da sagt der Oberste, so machen wir's, viele sind vielleicht nicht der Meinung, aber wissen Widerstand ist in dem Moment zwecklos und es rauscht durch.“ (U15)

„Es ist eine Kernaufgabe des M&A-Leiters sicherzustellen, dass er Leute im Team hat, die eine feste Meinung haben und die auch kommunizieren. **Ich versuche Leute rein zu nehmen, von denen ich weiß, dass sie sagen was sie denken, ob es mir gefällt oder nicht.** Sonst bin ich „aufgeschmissen“, weil ich mir nicht in jedem Bereich selber ein Bild machen kann.“ (U5)

33 % der Experten sehen dieses Phänomen nur vereinzelt in M&A-Transaktionen, 4 % gar nicht:

„Das sind i.d.R. **alles Alphatiere**, die in einem M&A-Team sitzen, die haben schon eine sehr dezidierte Meinung und keine Sorge, diese auch gegen die herrschende Meinung kund zu tun.“ (B3)

„Nein, ich glaube **die Leute sind alle erwachsen**, ich glaube da sagt schon jeder was und wie er denkt und das findet mal mehr mal weniger Resonanz und dann ist er mal mehr oder weniger in einem Projekt involviert.“ (U10)

Die Forschung zeigt, dass in Gruppen häufig risikoreichere Entscheidungen getroffen werden, als von Einzelnen. Charakteristisch für Expertengruppen ist, dass sie dazu neigen sich selbst zu überschätzen, Mitglieder, die sich gegen die von der Gruppe bevorzugten Alternative stellen zu wenig zu beachten und diese negativ wahrnehmen. Daraus können Entscheidungsfehler entstehen, denn die Gefahr besteht, dass ein Mitglied sich selbst zensiert und seine Zweifel nicht äußert.⁹

Die Experten aus den Unternehmensberatungen kommentieren die zur Diskussion gestellte Aussage lösungsorientiert:

„Das **wird am deutlichsten, wenn man die Leute aktiv anspricht.** Die guten CEOs gehen hin und machen ein Meeting mit allen funktional zuständigen Leuten, das sind ja teilweise 30 bis 40 Mann und fragen jeden einzeln nach seiner Sichtweise und ob er red flags festgestellt hat.“ (B5)

Durch die getrennte und ggf. auch anonyme Abfrage der Positionen der einzelnen Akteure kann so die interne Dimension des Herdeneffekts abgeschwächt werden.

⁹ Vgl. Allmendinger et al. (2014), S. 2 f.

2.3. Selbstüberschätzung

Eine Ausprägung der Selbstüberschätzung zeigt sich in der überoptimistischen Einschätzung der eigenen Fähigkeiten, was zu riskanten Entscheidungen führen kann.¹⁰ Overconfidence zählt zu den drei relevantesten Phänomenen aus Sicht der Experten. 25% geben an, Overconfidence sehr häufig, 33% sie häufig zu beobachten. Teammitglieder überschätzen ihre Fähigkeiten zukünftige Entwicklungen (positive oder negative Prognosen) vorherzusagen. 42% der Experten sehen dieses Verhalten nur vereinzelt.

*„Davor sind viele nicht gefeit. Wenn wir das könnten, also wenn wir tatsächlich vorhersagen könnten, wären wir die optimalen Glaskugel-und-sonst-was-Leser. **Da überschätzen wir häufig unsere Fähigkeiten.**“ (U4)*

*„Das passiert ständig. Jede Landesorganisation nimmt z.B. an, dass sie das verkaufen kann, was als Kapazität der gekauften Anlage produzieren kann. Und das ist irrational, auch ein Land, das perfekt läuft hat eine **Auslastungsquote von 80%**. Aber es wird immer in jedem einzelnen Projekt mit 100% geplant.“ (U8)*

„Man hat sich ja schon lange mit den Businessplan, dem Geschäft und dem Unternehmen beschäftigt und da meint man vermeintlich alles darüber zu wissen und auch besser die Zukunft vorhersagen zu können.“ (U16)

Um so wichtiger ist die systematische Hinterfragung der Planungsannahmen.

„Sobald man die Planung hinterfragt, passiert es sehr oft, dass man dann ganz andere Umsätze sieht.“ (U19)

„Da muss man auch selbstkritisch sein, das hängt auch mit den M&A-Typen zusammen und der eigenen Existenzberechtigung. M&A ist eine klassische Querschnittsfunktion: um hier kompetent zu wirken müssen sie versuchen überall mitreden zu können.“ (U11)

Interessant ist auch, dass sich die Verantwortlichen, insbesondere die Berater, bewusst sind, dass die Prognosen fehleranfällig sind, die positiven Prognosen aber ganz bewusst abgegeben werden:

*„Die überschätzen sich nicht, die wissen ganz genau, dass sie das nicht können, aber die lügen halt. **Nur wenn ich eine positive Prognose abgebe, kommt das Projekt zustande** – das ist eine gezielte*

¹⁰ Vgl. Moore / Healy (2007).

Fehleinschätzung. Der Beruf der Sell-Side-M&A-Berater ist es, blühende Landschaften herbeizuzaubern und eine entsprechende Unternehmensbewertung darauf zu bauen. Das ist systematisch so.“ (B3)

2.4. Bezugsrahmeneffekt

Entscheidungen können durch unterschiedliche Aufbereitung von Informationen und auch durch deren unterschiedliche Formulierung beeinflusst werden.¹¹ So können auch M&A-Teammitglieder durch die Art der Präsentation von Informationen beeinflusst werden. Dieses Verhaltensmuster beobachten 54% der Experten häufig bis sehr häufig.

„Insbesondere wenn es um **Teasermaterial oder Management Summaries** geht, ist dieser Effekt häufig zu beobachten.“ (U14)

„Ja, das hat einen Einfluss. Also wenn ich das Gefühl habe, dass der Verkäufer und das Management sich perfekt auskennen, dass der **Business Plan handwerklich perfekt** gemacht ist mit einer sehr hohen Detaillierung bis auf Einzelprodukte, auf Einzelkunden, auf Mengen und auf Preise runter, das beeindruckt schon, das vermittelt dann schon so ein kleines bisschen das Gefühl, das hier extrem viel Wissen drinsteckt und man **wertet das qualitativ als hochwertiger** als jemand, der das mit mehr Sachverstand gemacht hat und gar nicht versucht hat, da so eine Scheingenauigkeit reinzubringen.“ (B4)

Dieser Effekt wird teilweise bewusst genutzt, um die gegnerische Partei zu beeinflussen:

„Es ist unglaublich, wie die Verpackung, die Sie wählen die Willensbereitschaft auf der Gegenseite beeinflusst. Wenn Sie einen riesen Bohai machen mit einer Management-Präsentation in New York, ein tolles Dokument, einen tollen Prozess aufgesetzt haben, ein bisschen **Hollywood spielen**, ist es unglaublich, wozu die Leute bereit sind. Und dazu wären die niemals bereit gewesen, wenn man das in einem 1 zu 1 Gespräch gemacht hätte, ohne Hollywood.“ (U13)

„Wichtig ist, dass der **Prozess hoch kompetitiv** ist: Wenn alle heiß drauf sind, dann muss das ja toll sein. Wenn die Verpackung gut ist und der Prozess gut ist, kriegen Sie einfach deutlich mehr raus. Hat aber auch viel mit Vorbereitung zu tun.“ (U13)

42% der Experten sehen diesen Effekt als vernachlässigbar an. Eine aufwändige Präsentation kann sogar den gegenteiligen Effekt bewirken:

¹¹ Vgl. Tversky / Kahneman (1981).

*„**Ganz im Gegenteil** wenn einer anfängt mir irgend etwas verkaufen zu wollen, dann fang ich schon an irgendwie nachzudenken, was da nicht stimmt und ob wir den Pudel's Kern richtig verstanden haben.“ (U4)*

2.5. Verankerungseffekt

In Experimenten wurde gezeigt, dass die erstgenannte (auch willkürlich gewählte) Zahl als Ankerwert das Ergebnis von Verhandlungen oder Schätzungen erheblich beeinflussen kann. Es ist möglich, dass der Preis, den ein Akteur bereit ist zu zahlen, nicht seine tatsächliche Präferenz widerspiegelt, sondern abhängig ist von einem gesetzten Anker. Präferenzen wären damit nicht eindeutig definiert.¹²

Im M&A-Prozess kann der Effekt auftreten, dass der Verhandlungsführer sich am erst genannten Angebotspreis orientiert und sein Angebot mehr danach ausrichtet als an der eigenen Wertberechnung. Diesen Effekt beobachteten 42% der Befragten sehr häufig, 8% häufig.

*„Der Ankereffekt ist wichtig – **gerade in Verhandlungen**. Ist die Zahl erst einmal im Raum ist es schwer sie weg zu diskutieren.“ (U13)*

*„Das ist ein tatsächliches Problem. **Auch intern**, wenn die Länder mit einem Ankerpreis reingehen und wir das Projekt auch auf Gruppenebene möchten, aber sobald wir uns einschalten extreme Schwierigkeiten haben von dem einmal als Ankerpunkt gesetzten Preis zu argumentieren. Das ist ein klares Problem.“ (U8)*

*„Wenn man einmal etwas gesagt hat, **muss man jede Abweichung erläutern** und das ist nicht immer so einfach.“ (B3)*

Die über einen Wert geschaffene Erwartungshaltung wird auch im Zusammenhang mit der eigenen Reputation gesehen:

*„Man muss sich sehr genau überlegen, was man für Erwartungen schafft. Es gibt den ein oder anderen Spieler, der grundsätzlich erst mal sehr hoch einfliegt und dann wieder runter kommt – gefährlich! **Wenn sich das rumspricht, nimmt die Zahl keiner mehr ernst, die man am Anfang geboten hat, dann verbrennt man sich.**“ (U15)*

¹² Vgl. Beck (2014), S. 145-147.

„Mir ist schon meine Reputation bei Transaktionen wichtig und ich nenne keine Phantasie-Preise. Also irgendwo fühle ich mich schon an den Preis, den ich mal genannt habe, gebunden und ich muss dann schon sehr gute Gründe haben, wenn ich erheblich davon abweiche.“ (B4)

Die Experten bieten auch Lösungen an, um dem Effekt entgegen zu wirken:

*„Erfahrene M&A-Manager werden sich nie im Kaufprozess hinreißen lassen, einen Preispunkt zu setzen. Gute M&A-Manager einigen sich am Anfang auf eine **Bewertungsmethode und einen Bewertungsrahmen** aber nie auf einen Preispunkt.“ (U8)*

Knapp die Hälfte der Befragten halten diesen Effekt für wenig bis nicht relevant. Das liegt zum einen daran, dass der Verankerungseffekt meist allen Beteiligten bekannt ist und sich dementsprechend verhalten wird und zum anderen daran, dass versucht wird eine Eskalationsstufe freizuhalten, d.h. wird über einen Preis verhandelt, der jenseits eines definierten Rahmens liegt, muss erst noch die Genehmigung der nächst höheren Instanz eingeholt werden.

*„Der Projektverantwortliche ist nie bei Verhandlungen dabei. Man braucht immer eine **Eskalationsstufe**. Bei dem Projektleiter wäre die Gefahr zu hoch, dass er zu emotional agiert.“ (U20)*

Er wird auch **taktisch genutzt**, um im Verhandlungsprozess zu bleiben.

„Man bietet teilweise auch hoch, um im Prozess zu bleiben, weiß aber, dass man dann runterhandeln muss.“ (U21)

2.6. Verfügbarkeitsheuristik

Zur Entscheidungsvorbereitung werden sehr viele, teils auch komplexe Informationen gebraucht. Es kann vorkommen, dass zu wenig Aufwand betrieben wird, relevante Informationen zu bekommen und so Teammitglieder Entscheidungen auf Basis der leicht zu beschaffenden Informationen fällen. Nicht die Relevanz der Informationen, sondern der Zugang zu Informationen bestimmt dann deren Verarbeitung. Diesen Hang zur leichten Informationsbeschaffung beobachten 8% der Experten sehr häufig, 38% häufig.

„Es wird oft zu früh zu wenig hinterfragt.“ (U24)

„Die Detailverliebtheit ist häufig nicht so stark ausgeprägt.“ (U3)

„Es lässt sich jede M&A-Transaktion verargumentieren, sie zu machen und auch sie nicht zu machen. Und ich glaube, es ist einfacher, eine Transaktion aus diversen Gründen nicht zu machen, als sie zu machen. Man findet viel einfacher Gründe, die gegen eine Transaktion sprechen als für eine

Transaktion. Man kann immer irgendwas finden, um so eine Transaktion im Notfall zu killen. Davon bin ich fest überzeugt“ (U9)

„Das ist häufig so. Aber dann hat man den Vorstand als Korrektiv, der dann zielgerichtet Themen findet, die nicht ganz verständlich sind.“ (U4)

42% sehen diese Problematik nur vereinzelt, 13% haben sie noch nicht beobachtet.

„Die Informationen, die da kommen, **müssen wir teuer bezahlen**. Die Suche ist schon relativ aufwändig.“ (U13)

„Es geht ja oft um die **Vergangenheitsanalyse** eines Targets. Wenn man die angefragten Informationen nicht bekommt, muss man sie sich irgendwie herleiten und das dann auch begründen.“ (U20)

Der Zeitpunkt im Projekt spielt auch eine Rolle:

„Es kommt auf die Phase des Projektes an: Wenn es wirklich konkret geht in Richtung Entscheidung, dann würde ich sagen: Eigentlich nie. Wenn es um eine erste Einschätzung geht, da würde ich sagen: Sehr, sehr häufig.“ (U9)

2.7. Sunk cost Effekt und moralische Verbundenheit

Bei M&A-Entscheidungen wird im Wesentlichen nur das (erfolgreich) abgeschlossene Projekt belohnt und nicht das – wenn auch rational begründbar – abgebrochene Projekt. Es ist zu vermuten, dass Projekte, in die bereits viel Zeit und Geld geflossen ist, auch dann weitergeführt werden, wenn sich die Projektumstände im Zeitablauf so verändert haben, dass der Abbruch des Projektes rational wäre. Die Frage ist, ob Sunk Costs eine wesentliche Rolle für die Weiterführung eines Projektes spielen, auch wenn es rationale Gründe gibt, die für einen Abbruch sprechen? Dies wird von 41% der Experten als häufiges bis sehr häufiges Phänomen beobachtet:

„Je mehr Kosten angefallen sind, je schwieriger tut man sich dann die Reißleine zu ziehen.“ (U2)

„**Die Dinge sind irgendwann auf Autopilot**, da muss man aber schon sehr, sehr weit sein. Wir haben schon Transaktionen unmittelbar vor dem Signing abgebrochen.“ (U7)

„Ja, das haben wir schon häufiger gehabt. Weil ein Abbruch eine Entscheidung ist und ein Projekt weiterlaufen zu lassen, bedeutet noch eine **Option offen halten**.“ (U15)

Der Zeitpunkt des Transaktionsabbruches wird oft als zu spät empfunden:

„Man sieht häufig, dass die Unternehmen viel zu spät Sachen, die eigentlich am Anfang der Transaktion schon klar erkennbar sind, am Ende erst feststellen. Dann wird es aber auch abgebrochen, aber eben viel zu spät.“ (B5)

„Es wird oft zu spät abgebrochen, aber es wird abgebrochen“ (U3)

Über die Mehrzahl der Experten (58%) halten diesen Effekt für eher irrelevant, insbesondere da die Transaktionskosten im Vergleich zum Dealvolumen gering sind:

„Das habe ich noch nicht erlebt. Dafür sind die Transaktionskosten einfach zu gering im Verhältnis zum Deal-Value.“ (U9)

Der Abbruch ist auch davon abhängig wer, in welcher hierarchischen Stellung, das Projekt bewertet und wer es dann abbricht.

„Dass **die Projektverantwortlichen es selbst abbrechen, ist sehr selten**. Dass sie abgebrochen werden von einer höheren Hierarchie, ist sehr häufig. Wenn Leute viel investiert haben, vor allem viel Zeit, wollen die das Projekt durchdrücken.“ (U8)

Dem Abbruch einer Transaktion können nicht nur finanzielle Gründe entgegenstehen, sondern auch **eher emotionale Gründe**, die sich darin äußern, dass je länger ein Bieterverfahren bzw. eine Verhandlung dauert, desto schwieriger ist es auszusteigen. Die Angst vor Reputationsverlust spielt dabei eine Rolle:

„Wenn Sie so etwas (Ausstieg nach langen Verhandlungen) machen, haben Sie **enorme Reputationsverluste am Markt**. Und dann können Sie beim nächsten Prozess auch nicht mehr so aufschlagen, denn das spricht sich rum. Der Markt ist doch überschaubar, jeder kennt jeden. Also, das macht man dann auch nicht. **Ich mache es jedenfalls nicht**.“ (U12)

„Irgendwann habe ich eine moralische Bindung: **Je tiefer man in den Gesprächen drin ist, desto besser muss das Argument für den Ausstieg sein**. Man hat als Unternehmen ja auch einen Ruf am Markt.“ (U15)

2.8. Satisfizierung

Die Frage, wie umfangreich die Suche nach Akquisitionskandidaten in der Screeningphase gestaltet wird, um dann von einer long list zu einer short list zu kommen ist von vielen Faktoren abhängig, auch von der Zeit und dem Geld, das man bereit ist zu investieren. Es kann – auch aufgrund praktischer Restriktionen – davon ausgegangen werden, dass bei der Suche nach geeigneten

Transaktionskandidaten der Trichter schon früh im Prozess eng gemacht wird, d.h. dass im Screening keine optimale, sondern lediglich eine zufriedenstellende Auswahl an Akquisitionskandidaten erfolgt. Diesen Effekt sehen 38% der Experten häufig.

*„Ja, ich glaube **das ist auch ein 80-20 Thema**. Und auch ein Thema, dass man nicht alle kennt und nicht die Zeit investieren möchte nochmal globale Recherchen anzustoßen.“ (U16)*

*„Das wirft die Frage auf: **Wie viel Screening gibt es überhaupt? Da sehe ich vielfach noch Optimierungsbedarf.**“ (U7)*

58% der Experten sehen diesen Effekt als wenig bis nicht relevant. Auch der gegenteilige Effekt ist beobachtbar, um die Chance auf eine positive Investitionsentscheidung zu erhöhen.

*„**Eher umgekehrt: Der Trichter ist sehr breit.** Was daran liegt, dass die Länder versuchen, möglichst viele Projekte voranzutreiben, weil sie wissen, dass es Konkurrenzdruck um Projekte gibt und auch - das ist vielleicht wieder irrational - wenn einer mit zehn Projekten kommt, dass alle zehn abgewiesen werden, ist vielleicht seltener, als wenn einer mit zweien kommt und man alle beide ablehnt, sodass durchaus breit gescreent wird.“ (U8)*

Es empfiehlt sich die M&A-Abteilung, die Division, die Berater und auch verschiedenste Stakeholder zu involvieren, um alle möglichen Targets auf die Liste zu bringen und jede einzelne zu diskutieren, um eine optimale Auswahl an Akquisitionskandidaten zu treffen.

2.9. Angst vor Fehlentscheidungen

Das bewusste Eingehen von Risiken gehört zum M&A-Alltag. Der Effekt der „Regret Aversion“ beschreibt die Angst vor Fehlentscheidungen und hängt in hohem Maße davon ab, wie mit Fehlern in einem Unternehmen umgegangen wird, d.h. welche **Fehlerkultur** herrscht. Werden Fehler bestraft? Werden Fehler als Ausgangspunkt eines Lernprozesses gesehen? Auch bei einem rein rationalen Prozess mit einer rationalen Entscheidungsfindung ist die Gefahr eines Misserfolgs nicht auszuschließen. Das Eingehen „kontrollierter“ Risiken ist gewünscht. 33% der Experten schätzen das Vorkommen dieses Effekts als häufig bis sehr häufig ein:

„Hier ist die Unternehmenskultur entscheidend, werden Fehler, chronisch bestraft oder werden Fehler als Zahlen des Lernprozesses angesehen.“ (U5)

„Bei uns ist Kultur, dass man kontrolliertes Risiko eingehen soll. Die Angst vor Fehlentscheidungen hat eher abgenommen. Da sind schon ziemlich mutige Entscheidungen. Die Angst vor Fehlentscheidungen ist eher gering, denn die Gefahr von Fehlentscheidungen ist ziemlich groß.“ (U13)

„Das ist wie im Anlageverhalten: Verluste, die man realisiert werden deutlich höher bewertet, als Gewinne, die man vermieden hat.“ (U11)

Die Risikoneigung wird auch im Zusammenhang zur eigenen Karriere gesehen:

*„Bei einem Konzern ist die Angst vor Fehlentscheidungen groß, vor allem bei den M&A-Verantwortlichen. Bei den Vorständen eher weniger. **Die Projektverantwortlichen haben in der Karriere vielleicht noch ein Stück zu gehen und Angst vor Fehlentscheidungen.**“ (B1)*

2.10. Bestätigungsfehler

Der Bestätigungsfehler (confirmation bias) beschreibt die Beobachtung, dass Menschen dazu neigen Informationen zu suchen, die ihre vorgefasste Meinung bestätigen und sie auch so zu interpretieren.¹³ Idealerweise wird eine Acquiror Due Diligence durchgeführt, um eine valide Entscheidungsgrundlage für oder gegen ein Transaktionsobjekt zu liefern. Wird von diesem Ideal abgewichen, kann es sein, dass die Due Diligence als ex-post Rationalisierung genutzt wird. Erst nach der Entscheidung für oder gegen eine Transaktion werden Informationen gesucht, um die eigene Position zu stärken und die schon getroffene Entscheidung zu begründen. Dieses Verhaltensmuster wird von 21% häufig beobachtet, von 42% nur vereinzelt und von 38% der Experten verneint.

„Nein. Nach der Entscheidung gibt es regelmäßig keine Due Diligence mehr.“ (U20)

„Nein, das wird bei uns durch den Prozess ausgehebelt. Die erste Überlegung kommt vom Business, dann gibt es mehrere Runden über mehrere Abteilungen, wo genau hinterfragt wird, was dann genau gemacht wird.“ (U19)

Die Berater betonen die besondere Relevanz dieses Fehlers – auch häufig im Falle eines Transaktionsabbruchs:

*„Es gibt öfters ein **Handshake-Agreement** oben, das aber irrational ist. Man vermischt ein Marktgefühl, eine Synergie, eine strategische Zielsetzung und ermittelt einen Kaufpreis aus dem Bauch heraus. Und das wird dann gespiegelt mit einer Due Diligence, die dann häufig danach stattfindet und eine Bewertung.“ (B5)*

„Man versucht natürlich Argumente in die Richtung zu finden, in die man sich entschieden hat. Das ist extrem menschlich. Das ist einfacher, wenn man sich gegen eine Transaktion entschieden hat.

¹³ Vgl. Nickerson (1998).

Wenn man sich für eine Transaktion entschieden hat und es gibt immer mehr Argumente, die dagegen sprechen, ist es unheimlich schwer sich davon wieder weg zu bewegen.“ (B1)

*„Gerade im **Falle eines Transaktionsabbruchs**: Wenn Sie Personen haben, die den Deal verhindern wollen, die nutzen die Due Diligence um die Transaktion zu torpedieren. Die wollen was finden und die finden dann auch was.“ (B3)*

3. Verhaltenspsychologische Schulungen als Möglichkeit den relevanten Effekten zu begegnen

Zu den verhaltenspsychologischen Schulungen zählen zum einen Trainings, die den Teilnehmern die häufigsten Biases und Heuristiken bewusst machen und in denen Gegenmaßnahmen erarbeitet werden. Zum anderen Trainings zur Etablierung eines möglichst rationalen Entscheidungsprozesses, Workshops zur Erarbeitung einer offenen Fehlerkultur und einer offenen Kommunikation zur Förderung einer sogenannten „Speak-up“-Mentalität.

13 Experten halten verhaltenspsychologische Schulungen für sinnvoll, vier der Experten schränken diese Sinnhaftigkeit ein und 5 Experten halten sie für nicht sinnvoll, um die diskutierten verhaltenstheoretischen Phänomene abzuschwächen.

„Sich die unterschiedlichen Interessen und Motivlagen sowie die verhaltensökonomische Effekte vor Augen zu führen – idealerweise an einem Fallbeispiel – das wäre sehr hilfreich.“ (U5)

Von den Experten wird Erfahrung vielfach höher bewertet als Schulungen:

„Diesen Effekten kann man nur durch Erfahrungen entgegenwirken.“ (U2)

*„Ich glaube sie gewinnen hier sehr viel verhaltenspsychologische Schulung, einfach dadurch, dass sie diese Dinge tun und mit Erfahrenen, die so etwas ganz viel gemacht haben, einfach mitmachen. **Sie müssen am lebenden Objekt agieren**. Sie kriegen, auch wenn sie ein Medizinstudium gemacht haben, eine Herz-OP nur hin, wenn sie mit wirklich geübten Chirurgen das mal gemacht haben.“ (U10)*

*„**M&A ist wie die Chirurgie**: Sie bekommen nur die beste Behandlung von jemanden, der schon viele OPs gemacht hat.“ (B2)*

*„Verhandlungstaktik und Strategie ist essentiell, um erfolgreich zu sein. Talent und Spaß muss auch gegeben sein. **Vieles basiert auf Erfahrungslernen**.“ (U23)*

Schulungen, so die Experten, helfen nur, wenn das Management dahinter steht und so eine Offenheit in der Unternehmenskultur verankert ist.

*„Das kann **nur eine ergänzende Maßnahme** sein, weil es in die **Unternehmenskultur** eingebettet sein muss und speziell das Management muss dafür ausgelegt sein.“ (U11)*

Vielfach werden sie auch als besonders wichtig für die Entscheider erachtet:

„Die häufigste Quelle von Irrationalität kommt aus der Managementebene, nicht aus dem involvierten Projektteam.“ (U21)

„Wichtig für Entscheider!“ (U6)

*„Das hängt auch sehr mit der **Persönlichkeit der Entscheidungsträger**, des Vorstandes, des Vorstandsvorsitzenden zusammen. Sind das eher rationale Menschen oder eher irrationale Menschen? Und da können Sie dem noch so viele Schulungen vorlegen, aber mancher lässt sich da nicht bekehren. Ich glaube, das wird es immer geben. Aber es wäre gut, wenn das Thema mal jemand aufbereitet.“ (U12)*

Das Thema wird auch gerade als besonders wichtig für den **Mittelstand** erachtet:

*„Rationalität versus Irrationalität ist für uns ein super spannendes Thema. Weil es eine riesige Rolle spielt, auf dem Feld läuft es eigentlich. Hier werden sehr viele Fehler gemacht, gerade vom Mittelstand. **Die wissen nicht, wo ihr dünnes Eis ist, und wenn man die richtigen Knöpfe drückt kann man da wunderbar mitspielen.**“ (U13)*

Fünf Experten sehen keinen Wert in verhaltenspsychologischen Schulungen. Auch die Bereitschaft an solchen Schulungen teilzunehmen wird bezweifelt:

*„**Vieles läuft unterbewusst ab und wird nicht reflektiert** – da können verhaltenspsychologische Schulungen helfen.“ (U1)*

*„Das sind **so menschliche Effekte**, die bekommen sie nicht weg. Aber man kann dafür natürlich sensibilisieren.“ (B6)*

*„Die **Bereitschaft** an solchen Schulungen teilzunehmen ist vielfach sehr **gering**. **Wäre sie da, würde es keiner Schulung bedürfen.**“ (U3)*

Sich mit den verhaltensökonomischen Phänomenen auseinander zu setzen, macht menschliche Verhaltensweisen transparent, und kann helfen, Irrationalitäten zu entlarven. In Kombination mit

Erfahrung und Professionalität können sie zur Steigerung der Rationalität in den Prozessen beitragen.

4. Bewertung der Gewährleistung der eigenen Rationalität im Prozess – besteht Verbesserungspotential?

Abschließend wurde den Experten die folgende Frage gestellt: "Glauben Sie, dass in Ihrem Unternehmen insgesamt ausreichend Maßnahmen getroffen werden, um überwiegend rationale M&A-Entscheidungen zu garantieren?" Keiner der Experten hat dies verneint, vier Experten sehen Verbesserungspotential, vier haben keine Angaben gemacht und 16 Experten bestätigen eine ausreichende Rationalität in ihren M&A-Entscheidungen.

Die **Mehrzahl der Experten bestätigen eine ausreichende Rationalität in ihren M&A-Entscheidungen, allerdings sehen fast alle noch Verbesserungspotenzial.** Die überwiegend hohe Zufriedenheit mit den eigenen Prozessen basiert auf der hohen Professionalisierung, dem spezialisierten Know-how, den formalisierten Prozessen sowie auf Gremienentscheidungen. Die M&A-Experten verstehen sich als Serviceleister, Berater für die Vorstandsebene. Auf dieser Entscheidungsebene, die auch maßgeblich die Unternehmenskultur bestimmt, wird jedoch vielfach Verbesserungspotential gesehen. Die größte Irrationalität komme dann in den Prozess, wenn die definierten Prozesse verlassen werden und es Präferenzen des Vorstandes für ein Transaktionsobjekt gäbe. Dann kann es passieren, dass der M&A-Prozess lediglich zu Dokumentationszwecken durchlaufen wird.

*„Es gibt Projekte, da stehen alle Deal-Hurdles auf rot und sie werden trotzdem gemacht, **weil ein Vorstand das Projekt will.**“ (U16)*

*„Der Prozess lässt kaum Raum für Einzelentscheidungen, Formalismen geben ein enges Korsett, da ist kein Raum für Bauchgefühl. Die unternehmerische Verantwortung steht im Vordergrund, nicht der Faktor „ich“. **Wenn allerdings der CEO eine Präferenz äußert, dann wird der Prozess zum Dokumentationszweck.**“ (U14)*

*„Wenn ein Vorstand die Initialidee für eine Transaktion hat, ist doch die Frage, ob diese Idee durch die Prozesse geschoben wird, oder nicht. **M.E. werden eher bei den transformatorischen, großen M&As diese Prozesse ausgehebelt, da steht das Ergebnis vorher schon fest.** Bei kleineren M&As ist das selten der Fall.“ (U1)*

*„Bei Druck von oben lässt es die Tiefgründigkeit oft vermissen. Es gibt da ein ganz banales Beispiel: Wenn man einen Vorstand hat, der permanent interagiert, und Prozesse aushebelt, dann kommt die Frage auf: Was entscheidet über Erfolg und Misserfolg? Ich glaube die meisten haben gute Prozesse und M&A ist ja auch kein Hexenwerk, dass sich ein Dax-Konzern, nicht aneignen könnte. Die Frage ist dann immer, **wie konkret und direkt werden die Prozesse gelebt?** Wenn Sie jemanden haben, der Sie animiert, die Prozesse zu einem gewissen Grade auszuhebeln, Sie Zeitdruck bekommen und ihre Hausaufgaben nicht so machen können, oder auch animiert werden, nicht so genau hinzuschauen, hat das einen Einfluss.“ (U18)*

Dass die Befragten die Rationalitätsengpässe weniger deutlich in ihren eigenen Reihen sehen als bei anderen, ist nicht überraschend: Irrationalität lässt sich bei anderen leichter feststellen, als bei sich selbst.¹⁴ So verwundert es auch nicht, dass die Rationalität der eigenen Prozesse nicht bis kaum in Frage gestellt wird, der Umgang mit diesen Prozessen und die Entscheidung über die Ergebnisse von einer anderen Ebene und auch die Rationalität anderer Akteure aber schon.

„Ich sehe das (Irrationalität) nicht bei uns.“ (U3)

„Das M&A-Team ist am wenigsten irrational!“ (U8)

„Da würde ich für uns eher weniger häufig sagen, aber für viele andere DAX Konzerne eher häufig.“ (U2)

„Diese Irrationalität kann von internen Entscheidern kommen aber ganz häufig kommt sie doch auch von meinem Verhandlungspartner.“ (U2)

Eng mit der obersten Führung ist wieder das Thema Unternehmenskultur verbunden. Transparenz und eine offene Kommunikation werden hier thematisiert:

*„Der Prozess ist per sehr rational, aber perfekt gibt es nicht. Er gibt aber die Chance eine rational begründete Entscheidung zu treffen. Wie sauber die Prozesse eingehalten werden, wie welche Zuständigkeit geregelt ist, welche Kriterien definiert wurden, ist eine **Frage der Unternehmenskultur: Wie viel Transparenz und Offenheit wird tatsächlich zugelassen?**“ (U1)*

*„Wenn wir in der Lage sind wirklich individuelle oder kontextuale Sichtweisen offen zu diskutieren und breit zu treten und Sie wirklich diese Sachen debattieren können im Sinne einer **healthy-debating-culture**, dann ist das ein Garant dafür, Unsinn vorzubeugen.“ (U10)*

¹⁴ Vgl. Dilk (2011), S. 40.

„Rationale Prozesse kosten Geld. Und leider ist es im M&A-Geschäft so, dass vielfach der nicht gemachte Deal, der bessere ist.“ (U7)

Verbesserungspotenzial wird auch in der Organisation der M&A-Aktivitäten gesehen:

- Wie ist die optimale Aufhängung für M&A-Abteilungen?
- Wie sind die Kompetenzregelungen zwischen Zentralvorstand und Spartenvorstand bei unterschiedlichen Interessenslagen?
- Wie können Personalwechsel in den Verantwortlichkeiten der Transaktionsvorbereitung und Integration vermieden werden?
- Kann die Rationalität der Entscheidungen durch die Trennung zwischen der Entscheidung und der operativen Abwicklung der Transaktion erhöht werden?

Diese Fragen bieten sicherlich Raum für weitere Studien und zeigen wie wichtig organisatorische und personelle Regelungen in diesem Bereich sind.

5. Lessons Learned

Die vorgestellte Studie zeigt, dass die Relevanz verhaltenstheoretischer Phänomene im M&A-Prozess sehr hoch ist und die einzelnen Effekte kontrovers zu diskutieren sind. Die folgenden Lessons Learned lassen sich zusammenfassend auf Basis der durchgeführten empirischen Studie ableiten:

Wunsch und Wirklichkeit fallen deutlich auseinander!

Über die Hälfte der untersuchten Effekte werden von der Mehrheit der DAX 30-Experten häufig bis sehr häufig beobachtet. Auch M&A-Akteure genügen nicht dem Ideal des Homo Ökonomikus. Entscheidungen werden nicht rein rational bei voller Information und ohne Emotionen getroffen. Asymmetrische Informationen, begrenzte Ressourcen um Informationen aufzunehmen, zu verarbeiten und zu interpretieren sowie unterschiedliche Motivlagen und Emotionen führen dazu, dass nicht immer rationale Entscheidungen aus Unternehmenssicht getroffen werden.

Checklisten um verhaltenstheoretische Aspekte ergänzen!

Obwohl die Phänomene als relevant eingestuft werden, werden sie nur von einem Unternehmen systematisch im Prozess berücksichtigt, d.h. bislang fehlt ein geeigneter Präventions- und Reaktionsmechanismus. Hier können um verhaltenstheoretische Aspekte ergänzte Checklisten ein erster Schritt sein.

Sensibilisierung der M&A-Beteiligten stärken!

Sich mit verhaltensökonomischen Phänomenen auseinanderzusetzen macht menschliche Verhaltensweisen transparent und hilft, Irrationalitäten zu enttarnen. In Kombination mit Erfahrung und Professionalität können sie die Rationalität in den M&A-Prozessen steigern.

Der Vorstand hat eine hohe Prozessverantwortung!

Projektverliebtheit auf Vorstandsebene kann Prozesse enorm beeinflussen und sie sogar aushebeln! Der Vorstand muss festlegen, ob Prozesse etabliert werden, um eine bestmögliche Entscheidungsvorbereitung in jedem Projekt zu garantieren oder um ggf. nur einen Dokumentationszweck zu erfüllen.

Auch die eigene Irrationalität sehen!

Irrationalität ist bei anderen leichter zu erkennen, als bei sich selbst. Diese bessere Wahrnehmbarkeit bedeutet aber nicht, dass man selbst rationaler handelt. Auch die eigenen Entscheidungen können und müssen selbstkritisch hinterfragt werden.

Fehlerkultur etablieren und eine offene, effektive Kommunikation fördern!

Da viele Fehler nicht zufällig, sondern systematisch gemacht werden, ist eine gelebte offene Kommunikations- und Fehlerkultur sinnvoll, die die Sach- und die Personalebene getrennt voneinander betrachtet, d.h. dass Fehler gemanagt werden anstatt nur nach dem „Schuldigen“ zu suchen. Eine etablierte Fehlerkultur kann helfen, Rationalitätsengpässe zu überwinden.

Weitere praxisnahe Forschung ist notwendig!

Im Anschluss an die Studie ergibt sich ein weites Forschungsfeld: Welche Strukturen und Maßnahmen erachten die M&A-Verantwortlichen als geeignet und haben diese ggf. auch etabliert, um Rationalitätsdefizite zu überwinden? Welche Unterschiede gibt es im Umgang mit dem Thema zwischen großen Konzernen und dem Mittelstand? Wie sieht die gelebte Fehlerkultur in Unternehmen und gerade in M&A-Abteilungen aus? Welche organisatorischen Maßnahmen können unterstützend wirken, um rationale Entscheidungsprozesse zu etablieren?

6. Fazit

Geht es bei M&A-Transaktionen so rational zu wie möglich? Die DAX 30-Studie zeigt eine breite Definitionsspanne der Begriffe Rationalität und Irrationalität und macht deutlich, dass die Begriffe auf unterschiedlichen Dimensionen zu sehen sind. Quantitative Bewertbarkeit und Strategiekonformität einer Transaktion stehen dabei im Zentrum der Diskussion. Faktoren, die eingesetzt werden, um die Rationalität in M&A-Prozessen zu erhöhen, wie zum Beispiel die strategische Planung, Gremienentscheidungen, Anreizstrukturen, Bewertungsmodelle oder der Einsatz professioneller Berater, können in der Praxis gerade das Gegenteil bewirken. Nach Meinung der Experten besteht gerade hier große Gefahr, mögliche nicht rationale Entscheidungen zu begünstigen. Wunsch und Wirklichkeit weichen an diesen Stellen erheblich voneinander ab. Eine größtmögliche Transparenz und die offene Diskussion über diese Faktoren können helfen, diesen Tendenzen entgegenzuwirken.

Die Befragung der M&A-Experten zeigt, dass rationalen M&A-Entscheidungen und Prozessen in der Praxis verhaltenstheoretische Phänomene entgegenstehen. Besonders relevante Effekte sind der Planungsfehlschluss, der Herdeneffekt, die Selbstüberschätzung, sowie der Bezugsrahmen- und

Verankerungseffekt. Die gelebte Realität liegt sicherlich in der Mitte von Rationalität und Irrationalität und ist abhängig von der Professionalität der Beteiligten, deren Erfahrungswissen, der Häufigkeit von M&A-Transaktionen aber auch von der im Unternehmen gelebten Unternehmenskultur, den etablierten Systemen und Strukturen. Verhaltenstheoretische Aspekte können in den Transaktionsprozess integriert werden, wie zum Beispiel die Etablierung einer offenen Unternehmenskultur, speziell einer effektiven Fehlerkultur und durch die Etablierung von Konfrontationsgesprächen, um Planannahmen und Bewertungsmodelle systematisch zu hinterfragen. Dazu gehört auch die Einsicht, dass die Qualität der Prozesse vor der Quantität der Transaktionsabschlüsse steht, denn der nicht gemachte Deal ist manchmal der bessere – auch wenn dieser ggf. individuellen Zielsetzungen weniger dienlich ist. Abschließend bleibt festzuhalten, dass das Thema Irrationalität im M&A-Prozess zukünftig noch mehr Aufmerksamkeit verdient.

7. Kritische Würdigung: Validität, Objektivität und Realibilität

Die Qualität der Datenerhebung und –auswertung gemäß der gewählten Forschungsstrategie erfolgt anhand der Gütekriterien Validität, Objektivität und Reliabilität.¹⁵

Im Rahmen der **internen Validität** wird die Glaubwürdigkeit der Interviewäußerungen geprüft, die valide Abbildung der gewonnenen Daten durch den Forscher sowie die Zielgerichtetheit der Forschungsfragen.

„Geht es bei der quantitativen Sozialforschung darum, durch die Wahl der Stichprobe eine bestimmte Zielgruppe zu repräsentieren, so verfolgt die qualitative Sozialforschung das Ziel, ein Problemfeld durch die Auswahl der Befragungspersonen zu repräsentieren. Dies ist leichter durch extreme als durch durchschnittliche Repräsentanten zu erreichen.“¹⁶

Im Rahmen der Validität ist zunächst die **Glaubwürdigkeit** der Interviewäußerungen zu beurteilen. Diese wurde durch die direkte persönliche oder telefonische Befragung der Experten weitgehend sichergestellt. Im Rahmen der Interviewreihe waren dies ausgewählte Experten aus dem M&A-Bereich der DAX 30 und von international tätigen, meist sehr großen Beratungsgesellschaften. Zudem wurde die Validität durch die Protokollierungen der Interviews durch Tonbandaufnahmen – soweit diese von den Befragten gestattet wurden – sichergestellt. Diese wurden vollständig transkribiert und anschließend ausgewertet.

¹⁵ Vgl. hierzu insbesondere Bortz / Döring (1995), S. 302 ff.

¹⁶ Vgl. Witt (2001), Abs. 19.

Weiterhin ist zu klären, ob die gewählten Fragestellungen wesentlich für die Forschungsfrage sind. Es wurde versucht, diesem Kriterium gerecht zu werden, indem im Rahmen der Fragebogengenerierung Gespräche mit Vertretern der Beratungs- und Unternehmenspraxis zu Beginn der Untersuchung geführt wurden. Diese dienten als Grundlage für die endgültige Fassung des Fragebogens zur Interviewserie-DAX-30. Damit gilt die interne Validität der gewählten Vorgehensweise als gegeben.

Im Zuge der Interviewserie wurde die konsensuelle, **externe Validität** durch mehrmalige Rückfragen in Zweifelsfällen sichergestellt. Zum anderen wird die zumeist in der qualitativen Forschung geforderte Repräsentativität der Daten in der qualitativen Forschung nicht mit Hilfe einer großzahligen Stichprobe gewährleistet, sondern durch die umfassende Darlegung des Problemfeldes. Aufgrund der bislang geringen Berücksichtigung von verhaltenstheoretischen Phänomenen in der M&A-Literatur und der M&A-Praxis und der mangelnden Transparenz, bei welchen Zusammenschlüssen eine solche Berücksichtigung statt findet, gilt die vorliegende Untersuchung als grundlegende Studie in diesem Forschungsgebiet. Die Ausweitung der Interviewserie auf eine großzahlige Stichprobe hätte eventuell einen Erkenntnisgewinn zur Folge, ebenso ein auf Basis der gewonnen Erkenntnisse entwickelter, quantitativer Fragebogen.

Im Rahmen der **Objektivität** ist der Forscher angehalten, sein Vorgehen transparent und nachvollziehbar zu machen, sodass auch andere Forscher unter Anwendung der gleichen Methodik zu einem vergleichbaren Ergebnis kommen würden.¹⁷

Eine größtmögliche Objektivität der Datenerhebung und –auswertung wird durch die Nachvollziehbarkeit der Vorgehensweise sichergestellt, wie sie in Teil 1 der Studie dargestellt wird.

Die Forderung nach **Reliabilität** der Daten ist in der qualitativen Forschung umstritten. Es ist davon auszugehen, dass die erhobenen Informationen zuverlässig sind, da den Interviewpartnern der DAX-30-Unternehmen die Fragebögen – sofern gewünscht – einige Zeit vor der Befragung schriftlich zugingen und diese ihre Antworten vorbereiten konnten. Es ist jedoch nicht auszuschließen, dass die gegebenen Antworten durch die persönlichen Meinungen und Interessen der Befragten geprägt sind.

Die Aussage von Hitzler (1999) fasst den Vorwurf der Kritiker zu den Gütekriterien der qualitativen Forschung zusammen:

„Hinter der Bezeichnung ‚qualitative Sozialforschung‘ steckt die Idee, es gehe dabei eben nicht um Quantitäten, nicht um repräsentative Aussagen über Größenverhältnisse von Zuständen,

¹⁷ Vgl. Bortz / Döring (1995), S. 302.

Meinungen, Verhaltensweisen usw. von und in Populationen, sondern um Qualitäten, um verallgemeinerungsfähige Aussagen über Eigenschaften sozialer Typen, Prozesse, Strukturen usw. Die Daueranfrage ihrer Kritiker an die sogenannten ‚qualitativen‘ Sozialforscher war und ist dementsprechend die, wie sie die Reliabilität und Validität ihrer Erkenntnisse gewährleisten können.“¹⁸

Dieser Kritik kann begegnet werden, indem die Transparenz der Vorgehensweise einen hohen Stellenwert bekommt, damit Erhebung und Auswertung nachvollziehbar werden.

Die Studie erhebt mit ihrer geringen Stichprobe keinen Anspruch auf Repräsentativität. Jedoch ist davon auszugehen, dass durch die hohe Akquisitionserfahrung der interviewten Experten und der von ihnen repräsentierten Unternehmen fundierte Aussagen getroffen werden können. Differenzierte Branchenaussagen sind aufgrund der geringen Stichprobe nicht möglich. Zukünftigen Studien wird es vorbehalten sein, das Themengebiet mit einer größeren Anzahl von Unternehmen zu diskutieren und weitere Aussagen zum Themenkomplex der Irrationalität bei M&A-Transaktionen zu liefern.

¹⁸ Hitzler (1999), S. 4.

Literaturverzeichnis

Allmendinger, K. et al.: Die Wahl ist kurz, die Reue lang, in: Hochschule für Technik Stuttgart, Stallgeflüster, 41,3/2014,, S. 2-4.

Beck, H., Behavioral Economics, 2014.

Bortz, J. / Döring, N.: Forschungsmethoden und Evaluation, 1995

Buehler, R. et al.: Exploring the „planning fallacy“: Why people underestimate their task completion times., in: Journal of Personality and Social Psychology, 67, Nr. 3/1994, Verlagsort, S. 366-381.

Dilk, A.: Interview mit Ariley, 2011; abrufbar, unter: http://www.lhmlounge.de/lh_1101_exclusive/lh_1101_ex_doppel.pdf.

Hitzler, R.: Sinnkonstruktion. Zum Stand der Diskussion (in) der deutschsprachigen interpretativen Soziologie. Vortrag beim Kongress ‚Interpretative Soziologie‘ der Schweizerischen Gesellschaft für Soziologie (SGS) in Fribourg, 30.9.1999, 1999; abrufbar unter: <http://www.qualitative-research.net/fqs/beirat/hitzler-vortrag-d.htm>.

Jansen, S. A.: Mergers & Acquisitions, 2016.

Lovallo, D. / Kahneman, D.: Delusions of Success: How Optimism Undermines Executives' Decisions, in: Harvard Business Review, No. 81/2003, S. 56-63.

Moore, D. / Healy, P.J.: The Trouble with Overconfidence, Working Paper, Tepper School of Business, Verlagsort, 2007; abrufbar unter: <http://repository.cmu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1340&context=tepper>.

Nickerson, R.S.: Confirmation bias: an ubiquitous phenomenon in many guises, in: Review of general Psychology, Vol. 2, No. 2 / 1998, S. 175-220.

PWC: Post Merger Integration Study 2009: Zielgerade oder Achterbahn?, 2009.

Tversky, A. / Kahneman, D.: Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases, in: Science, New Series, 1974, S. 1124-1131.

Tversky, A. / Kahneman, D.: The Framing of decisions and the psychology of choice, in: Science, 1981, S. 453-458.

Witt, H.: Forschungsstrategien bei quantitativer und qualitativer Sozialforschung. Forum Qualitative Sozialforschung / Forum: Qualitative Social Research (Online Journal), 2001; abrufbar unter: <http://qualitative-research.net/fqs/fqs.htm>.